

Занятие 5 (1/2). Оценка стоимости компании для целей прогнозирования

- 1) Цели оценки стоимости компании и основные подходы
- 2) Методы оценки бизнеса (пример)
- 3) Концепция экономической добавленной стоимости (EVA) + (WACC)

Цели оценки стоимости компании

- **Для целей планирования и управления** – определение направлений повышения эффективности текущего управления предприятием / разработка плана развития предприятия;
- **при выпуске акций** – определение стоимости ценных бумаг в случае купле-продажи акций на фондовом рынке;
- **при продаже** – для подготовки сделки по его купле-продаже полностью или по частям;
- **при ликвидации (поглощении)** – для определения цены покупки или выкупа акций, конвертации, либо величину премии, выплачиваемой акционерам поглощаемой фирмы;
- **при кредитовании** – определение кредитоспособности предприятия и стоимости залога;
- **при страховании** – оценка стоимости активов с учетом возможных потерь;
- **для налогообложения** – при определении налогооблагаемой базы необходимо провести объективную оценку предприятия;
- для осуществления **инвестиционного проекта** развития бизнеса – необходимо знать исходную стоимость предприятия в целом, его собственного капитала, активов.

Основные виды стоимости для оценки стоимости компании

- **Рыночная капитализация** (*Market Capitalization of Equity*) — произведение цены публично торгуемой акции на число выпущенных акций.
- **Справедливая рыночная стоимость** (*Fair Market Value*) — наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.
- **Внутренняя, или фундаментальная, стоимость** (*Intrinsic, Fundamental Value*) — стоимость, которую инвестор на основе оценки или доступных фактов рассматривает как «истинную» стоимость и которая станет рыночной стоимостью, когда остальные инвесторы придут к такому же заключению.
- **Инвестиционная стоимость** (*Investment Value*) — стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях.
- **Ликвидационная стоимость** (*Liquidation Value*) — чистая сумма денег, которая может быть получена, если бизнес прекратит работу, и его активы будут проданы по частям. Ликвидация может быть планомерной и принужденной.
- **Стоимость замещения объекта оценки** (*Replacement Cost*) — сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки с учетом износа объекта оценки.
- **Стоимость воспроизводства объекта оценки** (*Reproduction Cost*) — сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, идентичного объекту оценки, с применением идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта оценки.
- **Балансовая стоимость** (*Net Book Value*) — разница между чистыми активами и

Общий алгоритм Оценки стоимости

Оценка стоимости бизнеса попадает под действие Федерального закона № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

- **Предварительный этап**

Изучение специфики деятельности организации, анализ сегмента рынка.

- **Стартовый этап**

Анализ документации из открытых и вторичных источников, СМИ, баз данных, аккумулирование сведений и данных для расчетов.

- **Аналитический этап**

Маркетинговое исследование рынка, анализ предыдущей экономической деятельности компании, прогнозирование перспектив развития с учетом факторов, которые могут на это повлиять.

- **Ключевой этап**

Определение цен недвижимого и движимого имущества предприятия, оценка стоимости нематериальных активов.

Исследование финансовых показателей деятельности, баланса, определение рентабельности и ликвидности.

Расчет уровня капитализации и вывод об общем финансовом состоянии предприятия.

Подходы оценки стоимости компании

Доходный
подход

Income Approach



Текущая стоимость ожидаемых денежных потоков с корректировками в зависимости от типа денежных потоков

- Капитализация денежного потока;
- Дисконтирование денежных потоков;
- Дивидендная оценка:

Сравнительный
подход

Market Approach



Опираясь на рыночную цену открытых компаний-аналогов

- Ценовой мультипликатор;
- Метод сделки;
- Метод отраслевых коэффициентов;

Затратный
подход

Asset-Based Approach



На основе
восстанови-
тельной
стои-
мости

На
основе
стоимост
и
замеще-
ния

- Чистые активы;
- Ликвидационная стоимость;
- Метод Блэка Шоулза;

Основные подходы и методы оценки стоимости бизнеса

1. Доходный подход

- **Метод прямой капитализации**

Рыночную стоимость бизнеса оценивают по формуле $V=D/R$,

где D — чистый годовой доход компании,

R — коэффициент капитализации.

- **Метод дисконтирования предполагаемых денежных потоков доходов**

Для оценки собственного капитала (обыкновенных акций) компании

(Equity Model) — на основе денежных потоков для собственного капитала

Для оценки всего инвестированного в компанию капитала (включая долг)

(Entity Model) — на основе бездолговых («свободных для всех инвесторов») денежных потоков

Условие применения при оценке компаний — наличие бизнес-плана, что исключает оценку в стандарте справедливой рыночной стоимости

Использование постоянной или переменной ставки дисконтирования

- Если i – это доходность на сегодня одного конкретного актива с сопоставимым уровнем риска, которая будет действительно сохраняться неизменной, то:

$$PV(CF_t) = CF_t / (1+i)^t$$

- Если i – это доходность на сегодня одного конкретного актива с сопоставимым уровнем риска, которая все же будет меняться в периоды $e=1,...,t$, то:

$$PV(CF_t) = CF_t / \prod_{e=1}^t (1+i_e)$$

- Если i_t – это доходности на сегодня разных активов с тем же риском, где в каждый средства вкладываются на t периодов, то:

$$PV(CF_t) = CF_t / (1+i_t)^t$$

2. Сравнительный (рыночный)

ПОДХОД

- **Метод рынка капитала**

При расчете стоимости акций предприятия, ориентация на стоимость одной акции компании-аналога.

- **Метод сделок**

Аналогичен предыдущему. Разница в том, что исследованию подлежит цена не одной акции, а в целом контрольного пакета.

- **Метод отраслевых коэффициентов**

Соотношение между стоимостью бизнеса и комплексом финансовых параметров.

Требуется информация о том, на каких условиях были проданы предприятия с определенными финансово-производственными показателями.

3. Затратный (имущественный) подход

- **Метод чистых активов:**

- определение рыночной стоимости активов компании;
- вычитание из нее величины обязательств.

Корректировки вносят не в доходы и расходы компании, а в статьи бухгалтерского баланса.

- **Метод ликвидационной стоимости**

В этом случае рассчитывают сумму, которую собственник получит, если ликвидирует предприятие и распродаст активы по-отдельности.

Гудвилл не учитывают, зато учитываются затраты на демонтаж, комиссионные выплаты посредникам, налоги на имущественную продажу и ряд других расходов.

Методы оценки бизнеса для стартапа

Метод оценки	Принцип
1. Метод Беркуса	Оценка базируется на 5 ключевых факторах успеха
2. Метод суммирования факторов риска	Оценка основана на базовой стоимости, скорректированной с учетом 12 стандартных факторов риска
3. Метод скоринга	Оценка основана на средневзвешенном значении стоимости, скорректированном для подобной компании
4. Метод сравнимых операций	Оценка основана на тройном правиле с KPI, взятом для подобной компании
5. Метод балансовой стоимости	Оценка основана на стоимости материальных активов компании
6. Метод ликвидационной стоимости	Оценка основана на ликвидационной стоимости материальных активов
7. Метод дисконтированных денежных потоков	Оценка основана на сумме всех будущих генерируемых денежных потоков
8. Первый чикагский метод	Оценка основана на средневзвешенном анализе трех сценариев
9. Метод венчурного капитала	Оценка основана на прибыли от инвестиций, ожидаемой инвесторами

Рассмотрим применение доходного подхода при прогнозировании деятельности стартапа

- **Метод венчурного капитала** — адаптация метода DCF к случаю «посевного» предприятия или стартапа.
- *ГИПОТЕЗА/УСЛОВИЕ:* всю прибыль инвестор получает на «выходе», тогда как промежуточные дивиденды реинвестируются в развитие компании.
- **Алгоритм оценки стоимости компании:**
 - 1) прогнозируется терминальная стоимость компании на «выходе»;
 - 2) терминальная стоимость дисконтируется по специальной «венчурной» ставке (60% и выше), учитывающей высокую степень риска.

Суть метода венчурного капитала

- Если «выход» инвестора происходит через T лет после начала инвестирования, а **ExitValue** — стоимость компании на «выходе», то имеет место формула:

$$Value_{post-money}^{venture} = \frac{ExitValue}{(1 + r_{venture})^T},$$

- Стоимость pre-money, в случае венчурного метода, определяют простым вычитанием из нее величины инвестиций $Value_{Investment}$.

$$Value_{pre-money}^{venture} = \frac{ExitValue}{(1 + r_{venture})^T} - Value_{Investment},$$

УСЛОВИЯ применения метода:

- 1) инвестиции делаются только в начальном периоде (поскольку не учитывается процесс дисконтирования инвестиций);
- 2) компания к моменту «выхода» не имеет долгов;
- 3) Есть понимание, сколько можно будет заработать на «выходе».

Рассмотрим вариант оценки компании InTECH венчурным методом

- ДАНО:
- «Выход» будет произведен через 4 года (T);
- планируемая стоимость компании на «выходе» 7 млн долл. (ExitValue)
- инвестиции будут производиться в объеме 0,5 млн долл. ($Value_{Investment}$)
- Менеджеры компании и инвестор пришли к соглашению, что венчурный дисконт ($r_{venture}$) для случая компании InTECH целесообразно положить равным 64%.
- (ЗАДАНИЕ 1) Рассчитайте :
- $Value_{venture}^{Post-money}$
- $Value_{venture}^{Pre-money}$

Определение стоимости доли инвестора

- Доля инвестора *InvestorShare* определяется по

$$\text{фор } \text{InvestorShare} = \frac{\text{Value}_{\text{investment}}}{\text{Value}_{\text{investment}} + \text{Value}_{\text{pre-money}}} = \frac{\text{Value}_{\text{investment}}}{\text{Value}_{\text{post-money}}}.$$

- Где *Value_{pre-money}* — pre-money стоимость, стоимость проекта без учета полученных инвестиций, по сути, стоимость вклада в проект соискателя инвестиций.
- Value_{post-money}* — post-money стоимость, стоимость проекта с учетом полученных инвестиций.

(ЗАДАНИЕ 2) Определите стоимость доли инвестора и сделайте вывод о целесообразности выставленных инвестором условий

Концепция экономической добавленной стоимости (EVA)

Экономическая добавленная стоимость (англ. *EVA, Economic Value Added*) – показатель экономической прибыли предприятия после выплаты всех налогов и платы за весь инвестированный в предприятие капитал.

$$EVA = NOPAT - WACC * CE$$

- **NOPAT** (англ. *Net Operating Profit Adjusted Taxes*) – прибыль от операционной деятельности после уплаты налогов, но до процентных платежей ($NOPAT = EBIT - Taxes$);
- **WACC** (англ. *Weight Average Cost Of Capital*) – средневзвешенная стоимость капитала, стоимость собственного и заемного капитала, *то есть норма прибыли, которую хочет получить собственник (акционер) на вложенные деньги*;
- **CE** (англ. *Capital Employed, Invested Capital, Capital Sum*) – инвестиционный капитал, является суммой совокупных активов (*Total Assets*) из расчета на начало года за вычетом беспроцентных текущих обязательств (кредиторской задолженности поставщикам, бюджету, полученных авансов, прочей кредиторской задолженности).

Модель средневзвешенной стоимости капитала WACC

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – минимально допустимая доходность для активов компании, которая позволит компенсировать затраты, связанные с привлечением капитала

$$WACC = R_e \frac{E}{V} + R_d (1 - t) \frac{D}{V};$$

Где: R_e , R_d – ожидаемая/требуемая доходность собственного капитала и заемного соответственно;
 E/V , D/V – доля собственного и заемного капитала в капитале предприятия;
 t – процентная ставка налога на прибыль.

Пример расчета

<http://allfi.biz/financialmanagement/FinancialStatement/jekonomicheskaja-dobavlennaja-stoimost.php>

Основные факторы роста стоимости компании по модели экономической добавленной стоимости (EVA):

- увеличение прибыли (EBIT) при прежнем объеме капитала (IC),
- уменьшение в определенных пределах объем используемого капитала (IC) при прежнем уровне прибыли (EBIT),
- уменьшение расходов на привлечение капитала (WACC) при увеличении рентабельности инвестированного капитала (ROI).

Преимущества применения показателя экономической добавленной стоимости (EVA):

- учитывает стоимость капитала (WACC) как средневзвешенное значение затрат на привлечение различных финансовых инструментов;
- может быть использован для оценки эффективности функционирования компании в целом и ее отдельных подразделений;
- основан на данных бухгалтерского учета о величине инвестированного капитала (IC), вследствие чего менее подвержен субъективизму.

- Работа в Excel (2/2)